



FACULDADE DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS - FASA
CURSO: ADMINISTRAÇÃO
ÁREA: FINANÇAS

TEORIA DO PORTFÓLIO APLICADA À GESTÃO ESTRATÉGICA

DOUGLAS DIAS
Matrícula n. ° 2063232/3

PROFESSOR ORIENTADOR: MARCOS ANDRÉ SARMENTO MELO

Brasília/DF, junho de 2007.

DOUGLAS DIAS

TEORIA DO PORTFÓLIO APLICADA À GESTÃO ESTRATÉGICA

Monografia apresentada como um dos requisitos para conclusão do curso de administração do UniCEUB – Centro Universitário de Brasília.

Professor Orientador: Marcos André Sarmiento Melo.

Brasília/DF, junho de 2007.

DOUGLAS DIAS

TEORIA DO PORTFÓLIO APLICADA À GESTÃO ESTRATÉGICA

Monografia apresentada como um dos requisitos para conclusão do curso de administração do UniCEUB – Centro Universitário de Brasília.

Professor Orientador: Marcos André Sarmiento Melo.

Brasília/DF, ____ de _____ de 2007.

Banca examinadora:

Professor Marcos André Sarmiento Melo
Orientador

Professor(a):
Examinador(a)

Professor(a):
Examinador(a)

“Seja a mudança que quer
ver no mundo”.

Mahatma Gandhi

"Precisamos fazer aquilo que pensamos que
não somos capazes de fazer”.

Eleanor Roosevelt

À minha família, pelo apoio.

Ao professor orientador Marcos André
Sarmiento Melo, pela contribuição.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Retorno vs. risco do portfólio.....	13
Figura 2 - Risco sistemático e risco não-sistemático.....	15

RESUMO

A Teoria do Portfólio é um modelo utilizado no âmbito das finanças, por investidores que procuram equilibrar suas carteiras por meio da diversificação dos ativos. A idéia central é que diversificando o portfólio, o risco não-sistemático, que se refere a fatores específicos a cada organização, é minimizado, restando apenas o risco sistemático, que são fatores que influenciam a todas as empresas. O trabalho objetiva analisar a teoria para aplicá-la na gestão estratégica das empresas, estudando o modelo em sua parte conceitual e investigando as questões em torno de sua expansão. Utiliza-se o método bibliográfico de pesquisa. Dentro da área de administração, são levantados materiais sobre a Teoria do Portfólio em sua parte conceitual, não se aprofundando nos modelos matemáticos. A relação entre risco e retorno e as conseqüências da diversificação para o investidor são apontadas. Também são indicados os aspectos do fator risco com o objetivo de se esclarecerem dúvidas sobre o conceito na área financeira. Estuda-se a teoria da Hipótese de Eficiência de Mercado e a relação com a Teoria do Portfólio e sua expansão. A abordagem de aplicação da Teoria do Portfólio na gestão estratégica por estudos anteriores é apresentada. Trabalhos precedentes sobre o tema buscam verificar se a diversificação dos negócios é vantajosa à empresa. São comparados argumentos favoráveis e contrários à sua expansão. Os resultados mostram que a Teoria do Portfólio é aplicável ao campo estratégico. Além do conceito principal da diversificação, a teoria pode ser utilizada para avaliar o retorno e o risco de cada opção de investimento interno da organização, tornando-se uma ferramenta de otimização de alocação de recursos financeiros disponíveis para investimentos internos.

Palavras-chave: Teoria do Portfólio, risco, diversificação, gestão estratégica.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	8
2. METODOLOGIA	10
3. REFERENCIAL TEÓRICO	11
3.1 A Teoria do Portfólio.....	11
3.2 Caracterizando o fator risco	13
3.2.1 O conceito de risco.....	14
3.2.2 Tipos de risco.....	14
3.2.3 Os conflitos acerca dos aspectos do risco	15
3.3 A hipótese de eficiência de mercado.....	17
3.3.1 A Hipótese de Eficiência de Mercado e a Teoria do Portfólio	18
3.4 A aplicação da Teoria do Portfólio na área estratégica	20
3.4.1 O conflito entre a perspectiva financeira e estratégica.....	20
3.4.2 A evolução da Teoria do Portfólio na área estratégica.....	21
3.4.3 Argumentos favoráveis à aplicação da teoria.....	21
3.4.4 Argumentos contrários à aplicação da teoria	22
4. RESULTADOS	24
5. CONCLUSÃO	26
REFERÊNCIAS	27

1. INTRODUÇÃO

Uma das atividades do administrador é a análise de investimentos. No ambiente competitivo em que as empresas estão, as decisões estratégicas definem o futuro da organização. A utilização racional dos recursos financeiros pode ser uma fonte de vantagem.

As organizações buscam recursos financeiros por meio da abertura de capital. O investidor procura empresas que tendem a crescer e proporcionar retorno no futuro. O mercado premia decisões estratégicas de sucesso elevando o preço dos ativos. O administrador visa solucionar essas questões, tanto na área financeira como na estratégica.

Por meio de estudos acadêmicos surgem novas ferramentas que contribuem para a eficácia das decisões do gestor. O trabalho pioneiro de Harry Markowitz sobre seleção de portfólio marcou o nascimento das finanças modernas e foi o primeiro passo para a Teoria do Portfólio.

Seus estudos mostram que, por meio da diversificação dos ativos, os riscos podem ser minimizados. O modelo busca reduzir o risco do portfólio através da análise da correlação entre os títulos. Quanto menor o grau de correlação, maior será a redução do risco na carteira.

Uma seleção diversificada estará exposta apenas ao risco de mercado, ou risco sistemático, que afeta as organizações em geral, fatores como alto índice de inflação ou mudanças políticas. Dessa forma, o investidor equilibra sua carteira otimizando o retorno em relação a um determinado nível de risco que está disposto a tolerar.

As conclusões de Markowitz criaram novas suposições para os investidores, pois recomenda a diversificação. Desde então, a teoria se desenvolveu e é um dos pilares das finanças modernas.

O tema do trabalho é a Teoria do Portfólio. O problema definido é como aplicar a Teoria do Portfólio no campo da gestão estratégica da empresa.

O estudo visa analisar a teoria para aplicá-la na gestão estratégica das empresas, por meio da análise da concepção do modelo e da investigação das questões em torno de sua expansão. Dessa forma, cria-se uma ferramenta de otimização de recursos financeiros, com o foco nos investimentos internos da organização.

Diferentes visões sobre a teoria são estudadas a fim de se expandir sua utilidade para o campo estratégico, também contribuindo no meio acadêmico por meio das novas conclusões sobre a teoria.

A estrutura do trabalho se constitui, primeiramente, da introdução sobre o tema abordado da metodologia realizada. Em seguida, apresenta-se o referencial teórico que se constitui da Teoria do Portfólio, as questões em torno da definição do risco e do debate sobre a relevância dos dois tipos de risco, a teoria da Hipótese de Mercado Eficiente e sua relação com a Teoria do Portfólio, a evolução da teoria no ambiente estratégico e os argumentos favoráveis e contrários à expansão da teoria. Após o levantamento, apresentam-se os resultados da pesquisa e as conclusões finais sobre o estudo.

2. METODOLOGIA

O estudo utilizou-se do método bibliográfico de pesquisa. Foram pesquisados materiais dentro da área de administração financeira sobre a Teoria do Portfólio. O foco do trabalho é a parte conceitual do modelo, não se aprofundando nos modelos matemáticos, a fim de se realizar uma análise dos conceitos da teoria na aplicação à gestão estratégica das empresas.

As questões relevantes sobre a teoria foram levantadas, como a relação entre risco e retorno e as consequências da diversificação para o investidor. Os aspectos do fator risco foram analisados com o objetivo de se esclarecerem dúvidas sobre o conceito na área financeira.

Também se estudou a teoria da hipótese de eficiência de mercado e verificou-se a relação com a Teoria do Portfólio.

Em seguida foram pesquisados materiais que abordam a aplicação da Teoria do Portfólio na gestão estratégica. Surgiu o conflito entre a perspectiva financeira e estratégica, e foram comparados e discutidos argumentos favoráveis e contrários à extensão da teoria.

Por fim, foram discutidos os resultados da análise e são sugeridas as conclusões a partir do estudo.

3. REFERENCIAL TEÓRICO

3.1 A Teoria do Portfólio

O processo de seleção de um portfólio pode ser dividido em dois estágios. O primeiro estágio se inicia com a observação e a experiência e termina com as convicções sobre as futuras performances dos ativos disponíveis. O segundo estágio começa no filtro das observações relevantes sobre as futuras performances e termina na escolha do portfólio (MARKOWITZ, 1952).

Tendo em conta o foco no segundo estágio, primeiramente, considera-se a regra de que o investidor procura maximizar seu retorno. O investimento implica determinado retorno esperado e a variância de resultados a partir de tal retorno, o retorno é visto como algo desejável e a variância como algo indesejável. Essa regra tem muitos pontos como máxima para o comportamento do investimento (MARKOWITZ, 1952).

O investidor deve diversificar para maximizar o retorno. Ele deve diversificar os fundos entre todos os ativos que dão o máximo retorno. É possível estabelecer um portfólio com o máximo retorno esperado em relação a uma determinada variância, ou risco. O investidor equilibra o retorno esperado com o risco que admite correr (MARKOWITZ, 1952).

Para formular o modelo, Markowitz estabeleceu algumas premissas sobre o comportamento do investidor e do mercado em geral, baseando-se em constatações reais. As premissas estabelecidas por Markowitz foram:

1. O investidor analisa uma carteira baseando-se no valor esperado e na variância do retorno em relação a um determinado período de tempo;
2. O investidor sempre irá escolher o portfólio de maior retorno entre dois portfólios com o mesmo nível de risco;
3. O investidor sempre irá escolher o portfólio de menor risco entre dois portfólios com o mesmo nível de retorno;
4. Os custos de transação e demais taxas são irrelevantes para os investidores;

5. Os ativos sempre podem ser divididos, a um número infinito, o investidor pode comprar a menor parte caso deseje;
6. Existe uma taxa livre de risco em que o investidor pode tanto fazer um empréstimo quanto tomar emprestado;
7. Os investidores estão de acordo quanto à distribuição de probabilidades das taxas de retornos dos ativos, o que assegura a existência de um único conjunto de carteiras eficientes.

A partir desses pressupostos, Markowitz formulou um modelo para maximizar o retorno e minimizar a variância em relação ao retorno.

A diversificação é capaz de reduzir os riscos de uma carteira por meio da combinação de ações de empresas de setores variados na economia. Por exemplo: o preço das ações de uma empresa de transportes será afetado com o aumento do preço do petróleo, entretanto, o investidor poderá se defender dessa queda colocando em seu portfolio ações de empresas petrolíferas, que irão subir com o aumento do preço da commodity (MARKOWITZ, 1952).

Na Figura 1, ilustra-se a dinâmica da carteira de ativos, apresentada por Markowitz. A fronteira eficiente representa a curva de pontos ótimos no equilíbrio da carteira, entre retorno e risco. O ponto de mínima variância (MV), indica o mínimo nível de risco que uma carteira está sujeita. A carteira B, que contém determinada proporção de ativos diversificados, está posicionada com um determinado nível de risco e retorno. Percebe-se que é possível aumentar seu nível de retorno, por meio da melhor distribuição de seus ativos, mantendo-se o mesmo nível de risco, chegando-se à fronteira eficiente, como está a carteira A.

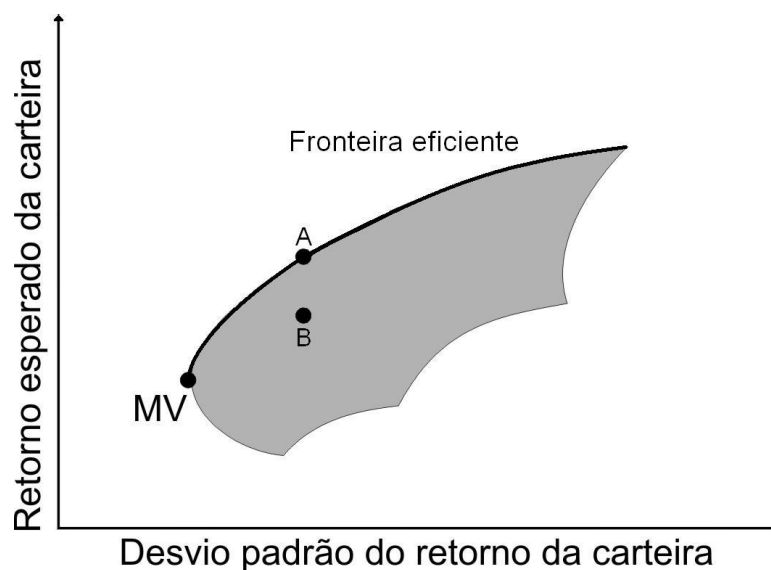


Figura 1 – Retorno vs. Risco do portfólio

Até o trabalho de Markowitz, o senso comum vindo da teoria tradicional de finanças afirmava que o melhor a ser feito era concentrar todos os recursos em um ativo de maior retorno esperado. Com o risco sendo considerado um fator relacionado às decisões de investimento, a diversificação passou a ser recomendável, quebrando um paradigma no campo das finanças.

3.2 Caracterizando o fator risco

Na aplicação dos conceitos da Teoria do Portfólio na gestão estratégica, surge a questão da definição do fator risco.

Não há problemas em se constatar que a diversificação dos ativos reduz o risco de um portfólio. Entretanto, existe dificuldade de se visualizar como a diversificação é capaz de reduzir o risco em se tratando de investimentos estratégicos da empresa.

Para esclarecer o problema, é preciso investigar as definições de risco. O objetivo dessa discussão é demonstrar os conflitos em torno do fator risco na área de finanças, por meio da decomposição dos conceitos, e relacionar a diversificação ao risco na área estratégica.

3.2.1 O conceito de risco

Markowitz introduziu o fator risco como uma variável aleatória, representando a variância do preço dos ativos. Risco passou a ser considerado como a volatilidade dos possíveis retornos futuros em relação ao retorno médio esperado.

Outras definições de risco na área de finanças são expostas por Knight (1964, p.46) como “o grau de incerteza a respeito de um evento”, e por Gitman (1997, p.202) como “a possibilidade de prejuízo financeiro”.

Confrontando a visão de Markowitz, Swisher e Kasten (2005) afirmam que o risco não é volatilidade. Segundo os autores, a volatilidade não deveria ser considerada como risco porque um investimento pode ser mais volátil que outro e não necessariamente ter um retorno mais baixo. O argumento é inválido. O risco não é o potencial de baixo retorno de um investimento, mas a variância dos retornos, porque ela dificulta a previsibilidade do futuro.

3.2.2 Tipos de risco

Ativos com retornos positivamente correlacionados não contribuem para reduzir o risco do portfólio, pois têm o mesmo comportamento de mercado. A diversificação é útil na redução do risco quando os ativos são negativamente correlacionados. Mesmo assim, a diversificação não é capaz de eliminar toda a variância. Isso se deve ao fato da existência de dois tipos de risco no mercado financeiro: o risco sistemático e o risco não-sistemático (MARKOWITZ, 1952).

a) Risco não-sistemático

O risco não-sistemático, também conhecido por risco específico, refere-se à probabilidade de mudanças no ambiente unicamente relacionado à empresa, ou ao seu setor. Por exemplo, a morte de um executivo importante da empresa ou a entrada de um novo concorrente no mercado. Esses fatores afetam apenas a empresa, sendo o risco possível de ser reduzido se a carteira for dividida em empresas com negócios não relacionados. A alta de um ativo compensa a queda de outro (ROSS, WESTERFIELD e JORDAN, 2000).

b) Risco sistemático

O risco sistemático refere-se à probabilidade de mudanças no ambiente geral. São fatores que afetam todas as empresas, como transformações na economia, na política ou na sociedade. Nesse caso, independente do setor de atuação da empresa, ela estará sujeita a tal distúrbio. Portanto, o risco sistemático não pode ser reduzido através da diversificação (ROSS, WESTERFIELD e JORDAN, 2000).

A Figura 2 ilustra os dois tipos de risco.

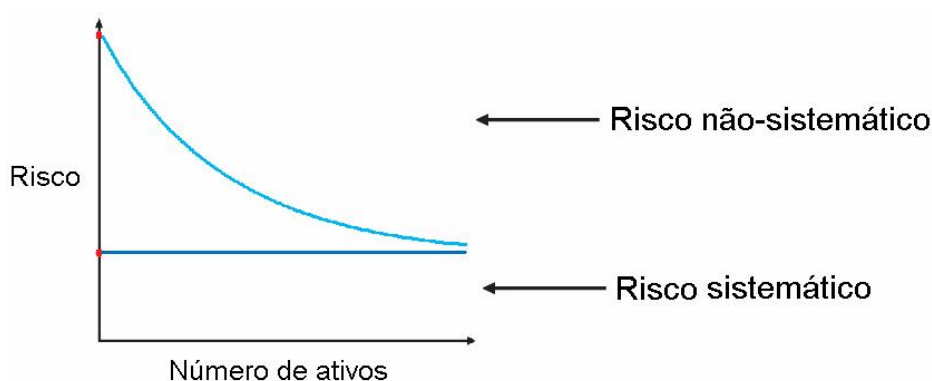


Figura 2 – Risco sistemático e risco não-sistemático

3.2.3 Os conflitos acerca dos aspectos do risco

Há conflitos na definição dos fatores que se encaixam em cada tipo de risco e se os tipos de risco estão relacionados ou são independentes.

Essa indefinição está no fato de o risco sistemático ser visto como o único componente responsável pela volatilidade do preço do ativo, porém, o risco não-sistemático também influencia na volatilidade.

a) Qual dos dois tipos de risco é o mais relevante?

O questionamento de qual dos dois tipos de risco é o mais relevante surge da visão dos acionistas em se preocupar apenas com o risco sistemático. Porém, o objetivo da discussão é demonstrar que os dois tipos de risco têm importância, pois estão correlacionados.

Para os acionistas, o risco sistemático é o único risco que importa porque ele não pode ser reduzido através da diversificação, enquanto o risco não-sistemático é minimizado (LUBATKIN e CHATTERJEE, 1994).

Ao se considerar apenas o risco sistemático, os acionistas estabelecem o preço de uma ação conforme menor a sensibilidade da empresa às variações do mercado, maior o valor da firma, *ceteris paribus*. Isso acontece porque um baixo nível de risco sistemático significa que uma menor taxa de retorno em um investimento é requerida, então o custo de capital é mais baixo (LUBATKIN e CHATTERJEE, 1994).

Os investidores atribuem relevância apenas ao risco sistemático com base em duas premissas da Teoria do Portfólio: todos os acionistas diversificam seus investimentos, e os mercados de capital operam sem nenhuma imperfeição (LUBATKIN e CHATTERJEE, 1994).

Em relação à primeira suposição, pode-se citar o exemplo de Warren Buffet, que não defende a diversificação, analisa fatores de risco não-sistemático nas empresas em que investe e obtém sucesso em seus investimentos (LOWE, 2006). A diversificação é uma opção ao investidor, e não uma regra a ser seguida por todos. Diversificar um portfólio apenas comprando vários ativos de empresas diferentes não é suficiente para se obter sucesso nos retornos da carteira. É preciso analisar a competência da gerência da organização para avaliar se a situação futura tende a ser favorável.

Em relação à segunda suposição, Fama (1970) define a Hipótese de Mercado Eficiente, na qual afirma que os mercados podem funcionar com imperfeições que afetam os preços dos ativos.

Bettis (1983) afirma que o retorno do ativo não está associado a fatores de risco não-sistemático. Da suposição de que um investidor deve diversificar a carteira para reduzir o risco não-sistemático, o autor conclui que o gestor não deve gerenciar fatores de risco não-sistemático porque tal comportamento não trará retorno algum em relação ao mercado. O argumento é inválido. O retorno do ativo está associado

aos dois tipos de risco, devido ao fato de os dois tipos de risco estarem relacionados. As ações estratégicas da empresa, risco não-sistemático, são capazes de neutralizar ameaças do ambiente ou aproveitar oportunidades, reduzindo a exposição da organização em relação a prováveis variações futuras no mercado, risco sistemático.

O cálculo do índice beta também mostra relação entre os dois tipos de risco. Na Teoria do Portfólio, o risco do ativo em uma carteira é calculado pelo índice beta. O beta é a medida de sensibilidade do ativo da empresa em relação aos movimentos do mercado, ou seja, o risco sistemático. O retorno esperado do ativo é uma expectativa dos futuros fluxos de caixa da companhia. O índice mede apenas o risco sistemático, entretanto, o cálculo do beta individual de cada ação é feito a partir do desvio padrão do retorno da ação. O desvio padrão do retorno da ação mede o risco total, sistemático e não-sistemático juntos. Portanto, há um paradoxo no cálculo do risco. Em um portfólio, o beta é a única medida do risco devido ao fato de que mede apenas o risco sistemático. Por outro lado, o beta de uma ação individual é afetado pelo risco total do retorno da ação. Logo, o risco não-sistemático também influencia o beta (PEAVY, 1984).

A Teoria do Portfólio não afirma que fatores de risco não-sistemático não devem ser gerenciados. A diferença entre "gerenciar" e "diversificar" o risco é útil para a compreensão da teoria. O modelo não recomenda aos gestores ignorar fatores de risco não-sistemático, pois essa negligência traz desvantagens à empresa, levando os investidores a avaliarem os ativos com maior nível de risco (PEAVY, 1984).

3.3 A hipótese de eficiência de mercado

Outra questão que desperta argumentos em relação à Teoria do Portfolio, se baseia na hipótese de eficiência de mercado, que é outro pilar das finanças modernas e está ligada à Teoria do Portfólio, por analisar a forma de funcionamento do mercado.

No mercado de capitais, os preços dos ativos variam, em parte, devido ao surgimento de novas informações, que são consideradas pelos investidores na avaliação constante do valor das empresas (ROSS, WESTERFIELD e JORDAN, 2000).

Pela Hipótese de Mercado Eficiente, o mercado é organizado e funciona com eficiência. As pequenas falhas são irrelevantes. Portanto, os preços dos ativos equivalem ao que realmente valem, os preços estão sempre corretamente avaliados de acordo com todas as informações disponíveis sobre fatores que possam influenciar seu valor (FAMA, 1970).

Fama (1970) estabeleceu algumas condições para a existência da Hipótese de Mercado Eficiente:

1. custos de transação são irrelevantes;
2. todas as informações estão disponíveis sem custos para todos;
3. acordo geral na expectativa dos efeitos das informações sobre os preços atuais das ações e suas futuras distribuições.

Existem três formas de eficiência de mercado: fraca, semiforte ou forte. No mercado eficiente de grau forte, toda a informação reflete no preço da ação. Portanto, não há informação privilegiada e, conseqüentemente, não há ativos avaliados incorretamente. Na eficiência semiforte, toda a informação pública reflete no preço da ação. Admite-se que poderá haver informação desconhecida sobre a situação, e poderá haver ativos com preços abaixo ou acima do valor adequado. No mercado de eficiência fraca, a única certeza é que os valores históricos determinam o preço atual da ação. Nesse caso, a única forma inútil de buscar ativos avaliados inadequadamente é por meio do histórico de preços; as outras informações podem ser confiáveis ou não (FAMA, 1970).

3.3.1 A hipótese de eficiência de mercado e a Teoria do Portfólio

A Teoria do Portfólio sugere que a divulgação de informações sobre um projeto ou estratégia pode afetar positivamente o valor de uma empresa. Pela

gestão estratégica, essas informações têm valor apenas para os concorrentes da empresa (PEAVY, 1984).

Estudos empíricos deduziram que o mercado não é tão eficiente porque muitas vezes não tem acesso a todas as informações sobre tal situação (DAVIES e CANES, FINNERTY, KEN e JEN *apud* PEAVY, 1994). Essas descobertas reforçam a noção de que o mercado reage apenas à informação disponível publicamente, refutando a hipótese de mercado forte (PEAVY, 1984).

É legalmente requerido que uma empresa divulgue tais informações em seus balanços anuais. Porém, uma grande quantia de informação adicional pode existir e não ser revelada. Com tal informação sendo privada do público, o preço da ação da empresa não irá refletir o valor daquele fato. Entretanto, se a informação for revelada, o preço irá reagir imediatamente. A publicação de informações não-obrigatórias provê aos investidores uma análise mais efetiva, e maior precisão para prever os futuros fluxos de caixa (PEAVY, 1984).

Devido ao fato dos investidores serem avessos ao risco, eles estão dispostos a pagar um prêmio pela redução da incerteza que a revelação de informações oferece. Surge um dilema gerencial na questão da divulgação de informações: as mesmas informações que podem servir para um investidor prever os fluxos de caixa com menos incerteza e assim elevar o valor da ação, também podem servir para um competidor colocar em dúvida a realização daqueles fluxos de caixa (BETTIS, 1983).

A empresa que busca a maximização de seu valor deve buscar ocultar informações não obrigatórias que, se reveladas, irão trazer quedas nas entradas em seu fluxo de caixa, entretanto, não devem ser tão protetoras a ponto de reter informações que podem aprimorar o prognóstico do fluxo de caixa (sem diminuir os futuros fluxos de caixa), e assim contribuir para um preço mais alto da ação. Conclui-se que existe um nível ótimo de divulgação de informações em que o preço da ação da empresa é o mais elevado possível (PEAVY, 1984).

Entretanto, as práticas de governança corporativa e responsabilidade social estão se espalhando entre as empresas, pois mostram o esforço da organização em

manter a transparência de suas atividades para todos os *stakeholders*, o que melhora sua imagem, aumentando seu valor. A aplicação da Teoria do Portfólio à gestão estratégica depende da transparência das relações entre as organizações e os *stakeholders*. Apenas dessa forma se conseguirá mensurar o retorno e o risco do investimento da empresa com precisão.

3.4 A aplicação da Teoria do Portfólio na área estratégica

Constata-se que a aplicação da Teoria do Portfólio à gestão estratégica desperta polêmica entre pesquisadores, por tocar em pontos em que não há um consenso geral sobre conceitos e definições, como o caso do risco, e também pela visão superficial dos argumentos da Teoria do Portfólio por pesquisadores da área estratégica. Nessa seção, são demonstradas diferenças entre as visões da área financeira e da área estratégica, e argumentos favoráveis e contrários à aplicação da Teoria do Portfólio na gestão estratégica são debatidos.

3.4.1 O conflito entre a perspectiva financeira e estratégica

O desenvolvimento da teoria de finanças levantou questões complexas para a gestão estratégica. Uma opção dessas questões pode ser ignorá-las completamente ao campo em que pertencem ou, abordá-las como um novo campo de pesquisa da gestão estratégica (BETTIS, 1983).

As dificuldades de pesquisa que surgem na interface das duas disciplinas são as diferenças de paradigmas e estruturas de valores. Essas diferenças são exibidas na relação entre a Teoria do Portfólio e a gestão estratégica. A abordagem de finanças visa a geração de riqueza e a maximização dos recursos baseando-se em padrões gerais. A gestão estratégica utiliza um padrão mais amplo a fim de agregar objetivos distintos (BETTIS, 1983).

A diferença entre paradigmas e metodologias existe a ponto de pesquisadores dos dois lados esquecerem que eles geralmente analisam o mesmo fenômeno apenas com perspectivas distintas. Há casos em que até o vocabulário usado para descrever esses fenômenos são divergentes, o que causa problemas de

comunicação. Qualquer mudança de paradigma ou metodologia entre as duas correntes é vista como ameaçadora (BETTIS, 1983).

Existem questões que são reconhecidas pelos dois campos, um exemplo é o problema de *agency*. Nas finanças, é observado que os gestores podem agir de várias formas na maximização do valor da empresa, a favor ou contra os interesses dos proprietários. Os teóricos da área estratégica podem contribuir no estudo ao trazer dados para ajudar a compreensão do caso, assim como de outras questões de preocupação mútua entre os campos (BETTIS, 1983).

Alguns passos construtivos podem e devem ser tomados. Primeiro, pesquisadores em gestão estratégica precisam admitir que novas perspectivas podem ser criadas da teoria de finanças. Segundo, as diferenças de vocabulário devem ser reconhecidas e uma tentativa de ligar essas expressões deve ser feita. Um exemplo é o termo "risco", usado em finanças como um termo técnico preciso na distribuição de probabilidades nos retornos futuros do mercado. Na gestão estratégica geralmente o termo é usado para outras colocações. O uso deste termo sem uma definição em comum leva a uma diferença fatal para a comunicação entre os grupos de pesquisadores (BETTIS, 1983).

3.4.2 A evolução da Teoria do Portfólio na área estratégica

O isolamento das pesquisas sobre a Teoria do Portfólio atrapalhou sua evolução. A aceitabilidade da teoria não é ampla além das fronteiras de um segmento relativamente pequeno da academia. Como resultado, a teoria permanece com uma área "estrangeira" para muitos que poderiam considerá-la útil. A capacidade para aumentar o entendimento da teoria deveria realçar sua aceitabilidade. Embora a Teoria do Portfólio ainda ter alguns problemas práticos que devem ser resolvidos, sua extensão é um desafio (PEAVY, 1984).

3.4.3 Argumentos favoráveis à aplicação da teoria

Da perspectiva da empresa, a decisão de se diversificar seus investimentos em negócios relacionados ou não relacionados é baseada em duas considerações

conflitantes. Por um lado, diversificar em um campo relacionado gera mais sinergia que a diversificação não relacionada, o chamado conglomerado puro. Isso ocorre porque na diversificação relacionada, a gestão é similar aos mercados e às tecnologias do negócio original da empresa, e assim, se espera que unir e empregar canais de distribuição ou tecnologias de produção similares irá resultar em valor incremental. Tal economia não pode ser realizada por acionistas na diversificação de seus portfólios. Devido ao fato de as fontes de ganhos resultantes da diversificação relacionada serem correlacionados, não é provável que o risco total seja reduzido. Por outro lado, a diversificação não relacionada ao mesmo setor de atuação é menos provável de produzir sinergias operacionais. Considerando o risco sistemático e não-sistemático, o efeito da diversificação resulta em redução do risco não-sistemático (MICHEL e SHAKED, 1984).

Portanto, as empresas que diversificam em negócios não relacionados são capazes de gerar performance superior àquelas com negócios que são predominantemente relacionados (MICHEL e SHAKED, 1984).

3.4.4 Argumentos contrários à aplicação da teoria

Essa conclusão é debatida por outros autores, que contrariam a idéia da diversificação não relacionada, afirmando que existe um nível ideal de diversificação nos negócios da organização.

Considerando-se o fato de os executivos evitarem o risco, tenta-se combater a exposição da empresa por meio da diversificação dos investimentos. A probabilidade de que a empresa vá à falência diminui conforme seja investido em diferentes áreas da empresa, novos projetos ou entrando em setores de negócios não relacionados à atividade principal da organização. Pela Teoria do Portfólio, reduzindo a dependência da empresa em um único produto ou tecnologia, e reduzindo a exposição em relação às instabilidades de um único ambiente de negócio, conseqüentemente, o risco total da empresa também é reduzido (LUBATKIN e CHATTERJEE, 1994).

Empresas diversificadas em negócios não relacionados são associadas a ativos de alto risco e retorno. A variância esperada nos retornos da empresa é minimizada ao se colocar os ovos em cestas diferentes. A diversificação é a combinação de dois ou mais ativos, com algum risco ou variância associados em cada um (LUBATKIN e CHATTERJEE, 1994).

O argumento tem uma visão incorreta do que a Teoria do Portfólio sugere como diversificação. A diversificação reduz os riscos de um portfólio por meio da combinação de ativos com retornos negativamente correlacionados. Combinar diversos ativos com correlação positiva não é diversificação de portfólio. Portanto, empresas diversificadas em negócios não relacionados não são necessariamente associadas a ativos de alto risco e retorno. A avaliação da situação da empresa depende da eficácia da diversificação.

Os executivos estratégicos têm a capacidade de mudar o nível de fluxo de caixa e o risco da empresa por meio de ações na linha de produção, na execução de serviços, ou na cultura organizacional, por exemplo, o que impacta nos retornos da empresa e em sua exposição aos fatores ambientais, enquanto um portfólio de ativos é gerenciado passivamente (NORTON, 1994).

A forma ideal de redução de risco da empresa vem das ações estratégicas internas, utilizando seus pontos fortes e aproveitando oportunidades de diversificação a fim de aprimorar suas vantagens competitivas e sustentar suas competências principais. Diversificar apenas para aumentar o tamanho da organização ou para se proteger de futuros fluxos de caixa incertos pode acabar aumentando o risco da empresa (NORTON, 1994).

4. RESULTADOS

A Teoria do Portfólio pode ser aplicada na gestão estratégica, e não apenas no aspecto da diversificação de negócios da empresa. Pode-se aplicá-la com a finalidade de medir o retorno e o risco de cada investimento da organização. O foco não deve ser voltado apenas à análise de diversificação de negócios, mas também à avaliação de opções de investimento entre as áreas internas da empresa, como treinamento de pessoal ou reformas na estrutura física. Essa é uma visão que não foi estudada até o momento.

A aplicação da Teoria do Portfólio à gestão estratégica é viável por meio da criação de um modelo matemático que calcule os fatores risco e retorno de cada investimento. Pode-se estabelecer o grau de risco e o retorno esperado para cada opção, comparar quais são as melhores opções e equilibrar o portfólio de investimentos da empresa, otimizando a alocação dos recursos financeiros.

A distinção entre os fatores de risco não contribui para a aplicação da teoria na área estratégica. A distinção entre risco sistemático e não-sistemático gera conflitos no âmbito das finanças e não é válida para o âmbito estratégico porque os aspectos envolvidos são outros.

A gestão de ativos é passiva ao ambiente. Tenta-se prever se o valor da companhia irá crescer no futuro em meio aos aspectos em que ela está envolvida. Diferenciam-se fatores específicos à empresa, risco não-sistemático, e fatores gerais do ambiente que afetam a todas as empresas, risco sistemático.

Na gestão estratégica, essa distinção não é válida porque o gestor age ativamente sobre os aspectos internos da organização. Analisando o ambiente externo e o ambiente interno, ele molda o futuro da empresa por meio de ações estratégicas.

O conflito entre a área estratégica e financeira sobre divulgação de informações tende a desaparecer, porque a transparência é necessária para se

obter vantagens competitivas. Os gestores protegem suas inovações em relação aos concorrentes ao aplicá-las com tamanha rapidez que os concorrentes não conseguem se aproveitar da nova idéia a tempo de diminuir o retorno de quem a criou. Com isso, as idéias da Teoria do Portfólio tornam-se válidas na gestão estratégica, pois a transparência de informações torna a mensuração de retorno e risco dos investimentos precisa.

A diversificação dos investimentos é válida para aproveitar oportunidades de crescimento e neutralizar as ameaças, diminuindo a exposição da empresa a fatores inesperados do ambiente que podem afetar determinado setor do mercado, como a entrada de novos produtos ou mudanças radicais na economia. Pode-se dizer que esses são fatores que constituem o risco estratégico da empresa, portanto, a diversificação é capaz de reduzir o risco.

As ameaças e as oportunidades agem sobre todas as empresas. O que distingue o sucesso ou o fracasso de cada empresa em relação a elas são as ações estratégicas internas. A diversificação deve ser vista como uma ação estratégica capaz de beneficiar a empresa em meio a seus concorrentes. Seu sucesso está relacionado à capacidade da gestão visualizar as melhores opções de investimento, em que a empresa tem capacidade intelectual e financeira para geri-las, e alocar seus recursos equilibrando retorno esperado do investimento e exposição a fatores inesperados do ambiente.

5. CONCLUSÃO

A Teoria do Portfólio deve ser mais estudada por pesquisadores da área financeira e estratégica para que se torne amplamente conhecida. Assim, conflitos entre as perspectivas das duas áreas são reduzidos.

A introdução do fator risco ao ambiente de finanças ocorreu no surgimento da Teoria do Portfólio. Na gestão estratégica, o fator não é analisado com profundidade. A expansão da teoria contribui para que os conhecimentos sobre risco se desenvolvam. Futuros estudos sobre o tema devem ter foco no risco. A consideração do fator na área estratégica abre novas possibilidades de pesquisa sobre vários assuntos relacionados à tomada de decisão, ao planejamento e à administração de recursos.

O objetivo proposto foi alcançado. A idéia central da Teoria do Portfólio, diversificação dos investimentos, é válida na gestão estratégica. Os investimentos em negócios diversificados podem ser vantajosos à empresa, independentemente do grau de relação dos negócios. O sucesso da diversificação depende das decisões do gestor.

Além disso, a teoria pode ser aplicada para avaliar o retorno e o risco de cada opção de investimento interno da organização, por meio da criação de um modelo matemático que calcule o risco e o retorno de cada investimento estratégico da organização, tornando-se uma ferramenta de otimização de alocação de recursos financeiros disponíveis para investimentos internos. A formulação do modelo matemático não foi o objetivo desse trabalho. Esse processo exige a união de conhecimentos sobre administração, economia, estatística e matemática.

REFERÊNCIAS

BETTIS, Richard A. Modern financial theory, corporate strategy and public policy: three conundrums. *Academy of management review*. vol. 8, n.3. 406-415. 1983.

FAMA, Eugene. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of finance*. vol. 25. 383-417. 1970.

GITMAN, L. J. Princípios de administração financeira. São Paulo: Habra, 1997.

KNIGHT, F. H. Risk, uncertainty and profit. Nova York: Century press, 1964.

LOWE, Janet. Warren Buffet: dicas do maior investidor do mundo. São Paulo: Campus, 2006.

LUBATKIN, Michael e CHATTERJEE, Sayan. Extending modern portfolio theory into the domain of corporate diversification: does it apply? *Academy of management journal*. vol.37, no.1. 109-136. 1994.

MARKOWITZ, Harry M. Portfolio selection. *Journal of finance*. vol.8, no.1. 77-91. 1952.

MICHEL, Allen e SHAKED, Israel. Does business diversification affect performance? *Financial management*. vol.13, no.4. 18-25. 1984.

NORTON, Edgar. Don't manage your strategic acquisitions like stock portfolios! *Academy of management executive*. vol.8, no.4. 86-87. 1994.

PEAVY, John W. Modern financial theory, corporate strategy and public policy: another perspective. *Academy of management review*. vol.9. 152-157. 1984.

ROSS, Stephen; WESTERFIELD, Randolph e JORDAN, Bradford. Princípios de administração financeira. 2ed. São Paulo: Atlas, 2000.

SWISHER, Pete e KASTEN, Gregory W. Post-modern portfolio theory. *Journal of financial planning*. Setembro. 74-85. 2005.